

产能扩张优化成本，N 型放量增厚盈利

➤ **事件：**2023 年 8 月 4 日，公司发布 2023 年半年度报告，23 年 H1 公司实现收入 93.25 亿元，同比 -42.93%；实现归母净利 44.26 亿元，同比 -53.53%；实现扣非净利 44.25 亿元，同比 -53.56%。分季度来看，Q2 公司实现收入 44.68 亿元，同比 -45.58%，环比 -8.01%；实现归母净利 15.15 亿元，同比 -70.94%，环比 -47.96%；实现扣非净利 15.15 亿元，同比 -71.00%，环比 -47.94%。公司业绩阶段性承压，主要系行业内新增硅料产能陆续释放，国内高纯晶硅供给量大幅增加，价格快速下跌导致。

➤ **产能布局不断扩张，规模效应凸显。**报告期内公司产能进一步释放，内蒙古一期 10 万吨高纯多晶硅项目爬产顺利，完成多晶硅产量 7.92 万吨，占国内多晶硅产量的 12.15%，规模在业内处于第一梯队；包头二期 10 万吨多晶硅项目预计于年底建成投产，届时公司名义产能将达 30.5 万吨，规模效应将进一步加强。同时，公司目前建立的新疆、内蒙古两个生产基地均地处硅产业基地中，集群优势显著，有助整体成本水平优化。

➤ **坚持技术进步推动产业升级，构筑优势壁垒。**目前，下游电池片市场正在经历技术迭代升级过程，新一代 N 型高效电池有望成为市场发展新方向，而 N 型电池对于多晶硅品质有着更高的要求，因此报告期内，公司围绕单晶硅片用料和 N 型硅料产品持续加大投入，通过精细化管理，不断降低表金属杂质含量、提升产品纯度和稳定性。此外，公司单晶硅片用料占比逐步提高，目前已达 99% 以上，处于国内先进水平；同时，公司已实现 N 型高纯单晶硅片用料的批量供给，并通过多家主流的下游企业验证，有望进一步拓展市场。

➤ **硅料价格触底回升+N 型放量，盈利有望修复。**受产业内周期性供给关系变化影响，23 年上半年硅料价格快速跌落，行业内库存普遍走高。公司业绩虽受价格影响产生一定回落，但由于公司持续加大销售力度，积极消化产品库存，实际销量并未出现大幅削减，23 年 H1 公司共实现多晶硅销量 7.68 万吨，同比 +0.59%，其中新疆基地基本实现满销，充分显示了公司的产品、品牌竞争力。同时，由于目前多晶硅价格已逐渐显露触底回升态势，或将激发下游客户抄底购买意愿，后续盈利空间或将扩大。另一方面，随行业向下一代 N 型技术的过渡，N 型多晶硅将在需求走高的同时，有望保持甚至扩大销售溢价，为公司创造利润新增点。

➤ **投资建议：**我们预计公司 23-25 年营收分别为 178/157/204 亿元，归母净利润分别为 63.27/32.91/40.73 亿元，对应 8 月 8 日收盘价，PE 为 13/26/21，公司是高纯多晶硅生产领先企业，规模效应的体现叠加行业趋势的回暖，盈利有望企稳回升，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	30940	17782	15709	20377
增长率（%）	185.6	-42.5	-11.7	29.7
归属母公司股东净利润（百万元）	19121	6327	3291	4073
增长率（%）	234.1	-66.9	-48.0	23.8
每股收益（元）	8.95	2.96	1.54	1.91
PE	4	13	26	21
PB	1.9	1.9	1.9	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 8 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

39.65 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 郭彦辰

执业证书：S0100522070002

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1. 大全能源 (688303.SH) 2022 年半年报点评：硅料龙头量利齐升，产能布局彰显前瞻性视野-2022/08/08

2. 大全能源 (688303.SH) 2021 年年报点评：量利齐升，持续加码硅料产能布局-2022/03/18

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	30940	17782	15709	20377
营业成本	7789	9965	11522	15074
营业税金及附加	417	231	204	265
销售费用	6	0	0	0
管理费用	248	356	314	408
研发费用	67	53	47	61
EBIT	22441	7194	3637	4589
财务费用	-79	-278	-235	-203
资产减值损失	0	-29	0	0
投资收益	7	0	0	0
营业利润	22527	7444	3871	4792
营业外收支	-68	0	0	0
利润总额	22459	7444	3871	4792
所得税	3339	1117	581	719
净利润	19121	6327	3291	4073
归属于母公司净利润	19121	6327	3291	4073
EBITDA	23163	8146	5076	6539

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	23803	20205	17527	16193
应收账款及票据	1204	974	775	782
预付款项	6	0	0	0
存货	1230	1336	1578	2065
其他流动资产	7413	4893	4417	5490
流动资产合计	33656	27409	24297	24530
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	9107	15351	21338	27301
无形资产	554	553	552	551
非流动资产合计	18609	23836	28349	32837
资产合计	52265	51245	52646	57367
短期借款	213	213	213	213
应付账款及票据	986	1283	1484	1941
其他流动负债	4336	4489	4944	6460
流动负债合计	5534	5985	6641	8614
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1189	1065	1065	1065
非流动负债合计	1189	1065	1065	1065
负债合计	6723	7050	7706	9679
股本	2137	2137	2137	2137
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	45542	44195	44939	47688
负债和股东权益合计	52265	51245	52646	57367

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	185.64	-42.53	-11.66	29.72
EBIT 增长率	226.49	-67.94	-49.45	26.19
净利润增长率	234.06	-66.91	-47.99	23.78
盈利能力 (%)				
毛利率	74.83	43.96	26.65	26.02
净利润率	61.80	35.58	20.95	19.99
总资产收益率 ROA	36.58	12.35	6.25	7.10
净资产收益率 ROE	41.99	14.32	7.32	8.54
偿债能力				
流动比率	6.08	4.58	3.66	2.85
速动比率	5.81	4.22	3.30	2.51
现金比率	4.30	3.38	2.64	1.88
资产负债率 (%)	12.86	13.76	14.64	16.87
经营效率				
应收账款周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	57.63	50.00	50.00	50.00
总资产周转率	0.83	0.34	0.30	0.37
每股指标 (元)				
每股收益	8.95	2.96	1.54	1.91
每股净资产	21.31	20.68	21.03	22.31
每股经营现金流	7.19	4.84	2.73	3.01
每股股利	3.60	1.19	0.62	0.77
估值分析				
PE	4	13	26	21
PB	1.9	1.9	1.9	1.8
EV/EBITDA	2.86	8.12	13.03	10.12
股息收益率 (%)	9.08	3.00	1.56	1.93
现金流量表 (百万元)				
净利润	19121	6327	3291	4073
折旧和摊销	722	952	1439	1950
营运资金变动	-4632	3071	1091	406
经营活动现金流	15367	10353	5828	6437
资本开支	-8523	-5722	-5952	-6439
投资	1700	0	0	0
投资活动现金流	-6943	-6145	-5952	-6439
股权募资	10945	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	10650	-7805	-2554	-1332
现金净流量	19074	-3598	-2678	-1334

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026